

宏观策略

复苏无忧，过热有虑，A股空间受压制

宏观策略点评

2010年1月22日

——宏观数据点评及策略观点

相关研究报告

《市场特征孕育变化，行情重启为时不远——2010年1~2月A股策略报告》

《宏观调控仍在预期内，市场还有机会——央行上调存款准备金率临时策略点评》

摘要：

量变引质变，全面复苏已在眼前。12月，进出口继续大幅回升，超出原来预期，三驾马车全面启动。从增长结构而言，固定资产投资回落，驱动因素变弱；消费平稳增长；进出口急速回升，是最大亮点。

CPI急速上升，经济“低基数过热”。CPI、PPI均环比急速上升，通胀预期正快速转为现实。09年CPI一直同比负增长，基数较低，因此从同比数据看，“低基数过热”趋势渐渐明朗，通胀管理实属必要。

利率提升成必然，人民币升值可能提前。首次加息出现在三月或四月的可能性较大，但也不能排除提前到二月加息的可能。我们原本预期在10年下半年发生的人民币升值也有可能提前启动。

货币政策转向压制证券市场上升空间，整体呈现震荡走势。我们预期加息发生在三月的概率更大，那么在二月春节前后，市场仍有一定上涨可能，但高点难以高过09年7月的高点，整体呈现震荡态势。

目前的市场环境中，需暂时规避流动性相关密切的行业，关注经济全面增长中表现优秀的出口、运输相关行业以及受益通胀和经济复苏下老百姓收入增长的大消费类行业。

报告作者：

国联证券研究所宏观策略组

联系人：

吴汇川 李斌

电话：0510-8283 3243

E-mail: wuhc@glsc.com.cn

E-mail: lib@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

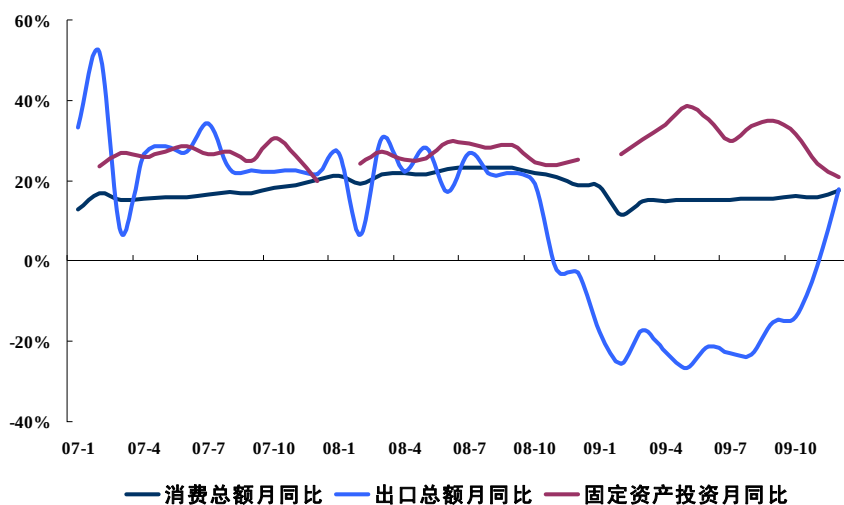
	2009年12月	2009年
国内生产总值（同比，%）	10.7%	8.7%
	四季度	
规模以上工业增加值（同比，%）	18.50%	11.0%
固定资产投资（同比，%）	20.74%	30.10%
社会消费品零售总额（同比，%）	17.50%	15.50%
进出口（同比，%）	32.70%	-13.9%
广义货币M2（同比，%）		27.70%
新增人民币信贷（亿元）	3798	96289
CPI（同比，%）	1.90%	-0.70%
其中：食品	5.30%	0.70%
非食品	0.20%	-1.40%
PPI（同比，%）	1.70%	-5.40%
其中：采掘	17.60%	-15.80%
原材料	3.60%	-8.10%

一、量变引质变，全面复苏基本无忧

中国经济实现“V”复苏，“保8”任务完成。2009年国内生产总值，按可比价格计算，比上年增长8.7%，增速比上年回落0.9个百分点。分季度看，2009年一季度增长6.2%，二季度增长7.9%，三季度增长9.1%，四季度增长10.7%。工业生产逐季回升，全年规模以上工业增加值比上年增长11%。其中，规模以上工业增加值一季度增长5.1%，二季度增长9.1%，三季度增长12.4%，四季度增长18%。固定资产投资快速增长，2009年全社会固定资产投资224846亿元，比上年增长30.1%，消费方面，全年社会消费品零售总额125343亿元，比上年增长15.5%；扣除价格因素，实际增长16.9%。进出口总额自11月份由降转升，12月份增长32.7%；去年全年的出口12017亿美元，下降16%，但12月同比增长17.7%，进出口相抵，09年贸易顺差1961亿美元，减少994亿美元。

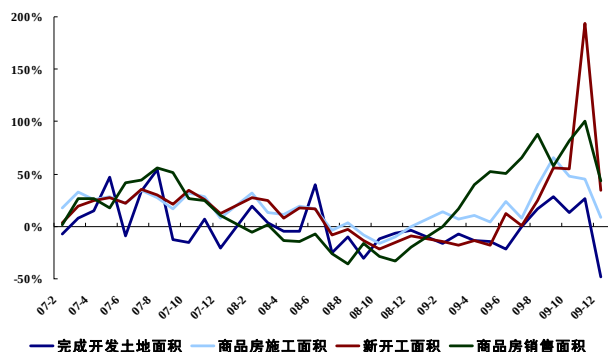
最新经济数据显示，经济三驾马车全面启动，显示中国经济从复苏转为全面向好。但从增长结构而言，固定资产投资回落，驱动因素变弱；消费平稳增长；进出口急速回升，是最大亮点。对于2010年固定投资增速的最大期待在于民间投资是否接手基建，而这其中尤以房地产投资为重。但自12月开始，地产调控政策密集出台，房地产投资同比增速大幅回调，在调控政策影响下，未来固定投资对经济的驱动因素可能进一步趋弱，而出口的超预期增长成为新的亮点。

图表 1： 三驾马车全面启动，固定资产投资因素趋弱



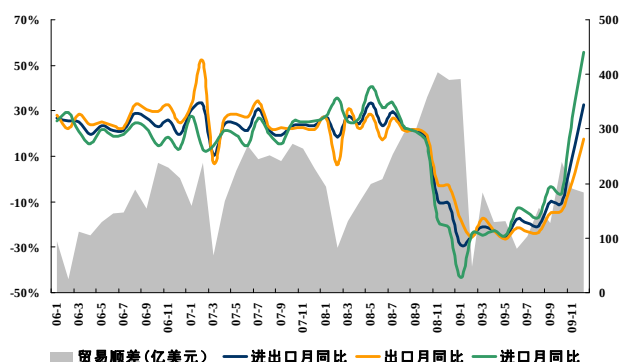
数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 2: 房地产投资可能弱于预期



数据来源: 国联证券研究所, Wind

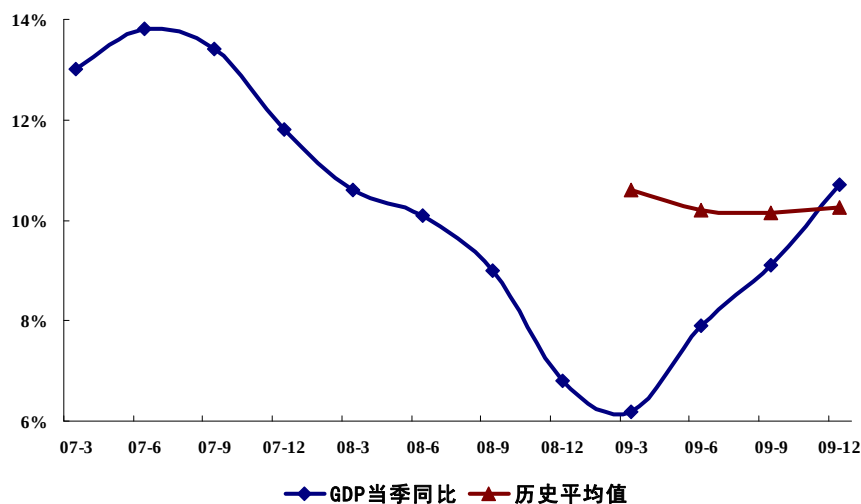
图表 3: 外贸情况超预期



数据来源: 国联证券研究所, Wind

从季度同比数据来看, 09 年四季度中国 GDP 同比增长率已超历年四季度的平均增长水平, 并且 10 年一季度有望继续高于平均水平增长。我们认为, 中国经济复苏已基本无忧, 相反由于当前经济增长速度较快, 而 09 年异常宽松的货币政策持续作用, 资产泡沫和通胀压力的隐忧开始浮现。

图表 4: 经济增速已超历史平均水平



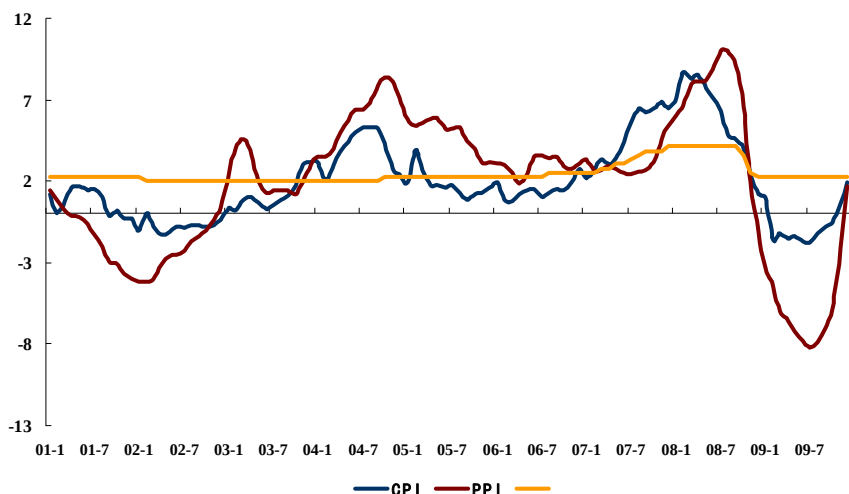
数据来源: 国联证券研究所, Wind

二、CPI急速上升, 经济“低基数过热”

09 年 12 月 CPI 同比增速急速上升达 1.9%, 导致实际利率迅速下降, 接近于 0; 与 11 月不同的是, PPI 同比增速也大幅跳升达 1.7%, 通胀预期正快速转为现实。2009 年居民消费价格 (CPI) 同比下降 0.7%, 2009 年 12 月

同比上涨 1.9%；全年工业品出厂价格（PPI）下降 5.4%，12 月份由负转正，同比上涨 1.7%。CPI 和 PPI 去年 12 月的环比都是增长 1%。

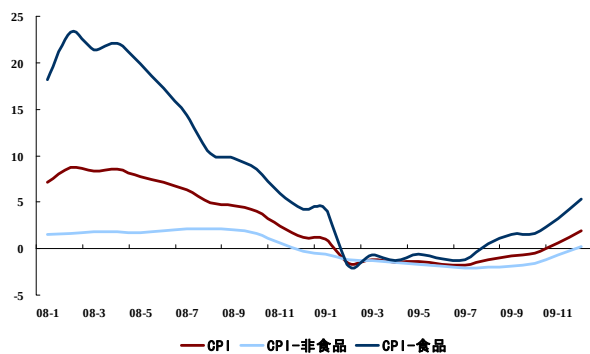
图表 5: CPI、PPI 大幅跳升，引发利率政策调整预期



数据来源：国联证券研究所，Wind

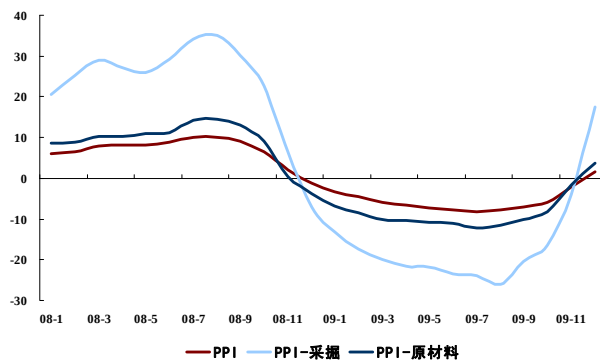
其中，食品上涨了 5.3%，拉动了 CPI 上涨 1.74 个百分点；非食品同比上涨 0.3%，主要受居住类价格影响。拉动 PPI 上涨的因素来自于采掘工业品 12 月份同比上涨 17.6%以及原材料上涨 3.6%。

图表 6: CPI 分类情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

图表 7: PPI 分类情况



数据来源：国联证券研究所，Wind

“低基数过热”导致的通胀也需管理。除经济可能保持两位数增长以外，天气因素和节日因素也是推动 10 年 1、2 月份 CPI 继续走高的重要因素，而 PPI 增速将可能很快超过 CPI。09 年 CPI 一直同比负增长，基数较低，因此从同比数据看，“低基数过热”趋势渐渐明朗。管理通胀仍是我国央行最主要

目的之一，货币政策将会在较长时间内持续、多样化地回收流动性。

三、利率提升、汇率升值成为必然

货币政策转向信号已经非常明显，但在我们预期之中。我们的年度策略报告将中国实际利率转负视为流动性转折的重要信号，并在 09 年 12 月 25 日的 1~2 月策略报告中，进一步指出从扣除 CPI 影响的实际利率走势来看，货币政策拐点预期提高，并且加息窗口来临的时间可能比预想的要早（《市场特征孕育变化 行情重启为时不远——2010 年 1~2 月 A 股策略报告》）。

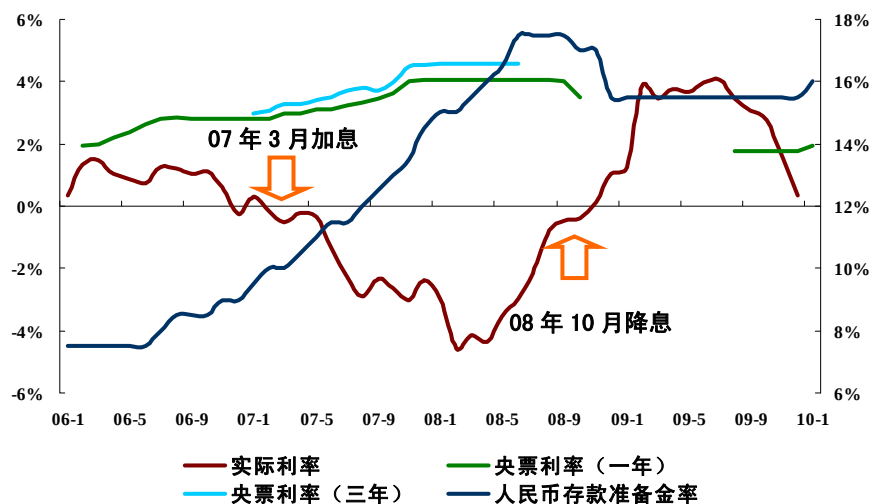
央行 1 月 12 日上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。我们认为央行对宏观经济调控的方向必然从保增长转向防范短期内的通胀过快上行。央行出台新的宏观调控措施是在预期之内。最新出炉的经济和 CPI 数据验证了我们的看法（《宏观调控加速仍在预期内，市场还有机会——央行上调存款准备金率临时策略点评》）。

实际利率转负在即，宏观调控节奏加快，提前升息概率大大提升。根据我们对央行货币政策调整时机和方法的回顾分析，我们发现，首次升息时机约在实际利率明确转负，且达 -0.5% 左右时。参照目前的存款利率水平，CPI 同比达到 3% 左右将打开加息窗口，根据市场普遍预测，2 月份 CPI 就将达到该水平。

从央行货币政策调整方式来看，一般会遵循以下步骤，首先上调一年期央票利率，达到并超过存款利率。10 年 1 月央行已经两次上调一年期央票利率共 16 个基点，以此速度，一个月时间可与存款利率持平。其次，央行将会启动三年期央票的发行，拉长回笼货币的锁定期，启动三年期央票发行后 1~2 个月内，利率将会调整。

综合考虑以上各因素，并考虑央行几乎没有在 2 月春节的时间范围内加息的先例，首次加息出现在三月或四月的可能性较大。但由于今年央行宏观调控节奏屡屡超出预期，二月提前加息的可能亦存在。

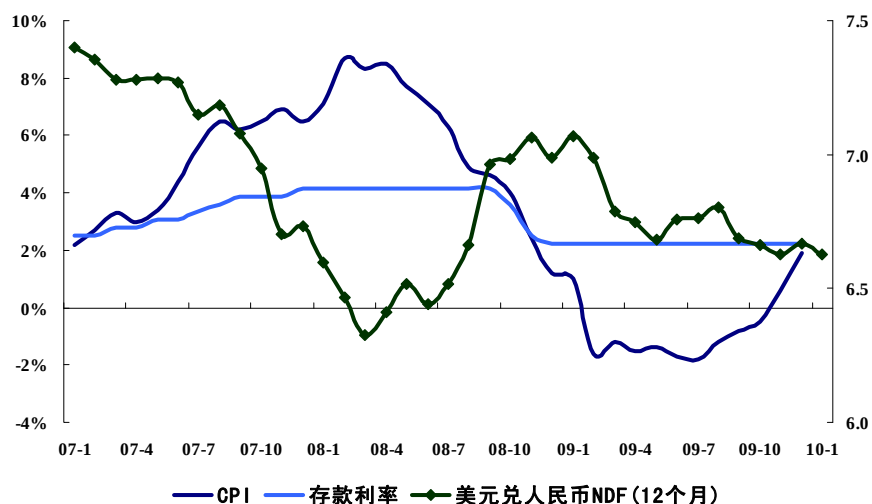
图表 8: 实际利率 (存款利率-CPI)、央票利率、准备金率调整情况



数据来源: 国联证券研究所, Wind

通胀预期和升息对人民币升值预期有正面作用。并且, 从政策决策角度看, 当前 PPI 升幅过快来自于采掘和原材料, 说明输入型通胀压力仍较大, 同时出口恢复超预期, 就业形势好转, 启动人民币升值对出口和就业的影响相对较轻, 对于决策层是可以接受的。而从 2010 年经济调结构的大方向看, 汇率升值将使低附加值产品及相关企业乃至与之有关的上游企业受到挤压, 对调结构、产业升级产生正面促进作用。综上所述, 我们原本预期在 10 年下半年发生的人民币升值也有可能提前启动。

图表 9: 通胀和升息提高人民币升值预期



数据来源: 国联证券研究所, Wind

四、策略观点，股市空间受到压制

“下半场”信号进一步强化。我们在 1~2 月策略报告中已经提出，取利于复苏“上下半场”的分水岭信号已经初体现，市场行情开始表现出更多的“下半场”特征，即流动性配置让位于侧重业绩的防御投资和主题投资。《市场特征孕育变化，行情重启为时不远——2010 年 1~2 月 A 股策略报告》）。在上调存款准备金率临时策略报告中我们又进一步提出市场虽仍有上行可能。但由于宏调整节奏快于预期，上行的空间确实受到一定压制，高点有限（《宏观调控仍在预期内，市场还有机会——央行上调存款准备金率临时策略点评》），1 月 20 日的下跌也和我们的预期相吻合。

总体来说，继众所预期的跨年度行情流产，开门红行情也呈结构性特征，回收流动性管理通胀的现实压迫了证券市场的上升空间，政策催化剂、相对估值优势是板块轮动的直接动因，亦是短期内市场主要运行特征。我们预期加息发生在三月的概率更大，那么在二月春节前后，市场仍有一定上涨可能，但高点难以高过 09 年 7 月的高点，整体上呈现震荡态势。

目前的市场环境中，需暂时规避流动性相关密切的行业，关注经济全面增长中表现优秀的出口、运输相关行业以及受益通胀和经济复苏下老百姓收入增长的大消费类行业。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。